

## 国防军工

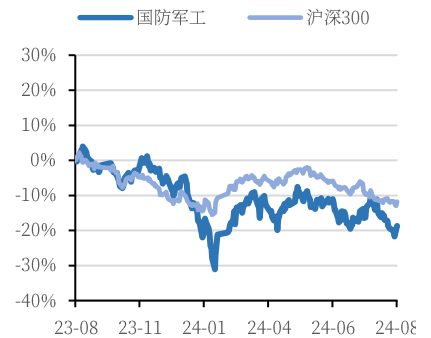
# 军工行业周报：十年“最差”中报，中期“最好”消息

投资评级

增持

维持评级

### 行业走势图



### 报告摘要

#### 核心观点

2024年8月31日，军工板块2024年中报已披露完毕，在233家军工板块上市公司中，78家公司2024年中报归母净利润同比实现增长，155家公司2024年中报归母净利润同比下降。核心军工企业营业收入增速中位数近十年首次为负、归母净利润增速中位数降至-17.99%，军工行业走出了近十年最差中报业绩表现。

行业表现不尽如人意，但中报密集的月底三个交易日，军工板块反而上涨3.9%，若干中报业绩下降的个股在中报披露后亦逆势上涨，表现出来的中报情况大多在市场预期之中的price in，算是“利空”落地。

交易层面看，军工行业成交额下降、指数下跌、情绪低迷、估值被压制；基本面看，人事调整持续、需求节奏不明朗、降价压力不减、中报继续低迷。然而，诚如年度策略报告题目“风雪迎春到”，极寒之后或离柳暗花明不远。“十四五”计划已进入最后攻坚阶段，2027建设目标亦迫在眉睫，全行业中期视角来看，军工行业有望成为边际改善幅度最大的行业之一，这或许是十年“最差”中报后“最好”的消息。

### 作者

张超 分析师  
SAC执业证书: S0640519070001  
联系电话: 010-59219568  
邮箱: zhangchao@avicsec.com

### 相关研究报告

军工行业周报：全行业中期视角看军工 — 2024-08-25  
军工行业周报：等待中报落地，“利空”逐步出清 — 2024-08-19  
航天产业8月月报：星辰浩瀚，千帆竞发 — 2024-08-11

### 一、2024年军工行业半年报业绩情况分析

24年中报披露完毕，基本情况如下（详细数据见正文）：

① 对军工上市公司进行统计，收入同比增速中位数（-3.08%，-10.09pcts）与归母净利润同比增速中位数（-22.56%，-25.89pcts），均出现负增长；

② 为了更准确统计及反映行业情况，我们对军工核心股进行统

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址：www.avicsec.com  
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

计，2024年中报收入同比增速中位数由2023年中报的8.41%下降至-6.59%、归母净利润增速中位数由13.28%下降至-17.99%；军工企业“十四五”成绩单已然过半，增速放缓，是军工板块“弱现实”的体现，但军工行业需求真实且急迫这一不争的事实并未改变，当前的需求更大可能是递延到了“十四五”的后半程，厚积而勃发，已为后续军工行业的边际反转做了充分积累；

③ 预收款项与合同负债出现负增长(-11.08%)，显示短期需求不足；

④ 存货增速(+5.76%)和应收账款及票据增速(+2.54%)明显高于收入增速(-6.59%)，行业两金压力增大。

同时，我们针对各细分领域军工上市公司进行了财务数据分析，得到几个重要表现：

① **行业分化进一步加剧。**与2023年中军工行业各领域多数呈上涨态势(9个子领域中7个归母净利润同比增长)不同的是，2024年中报军工行业各领域的营收(6个子领域同比下降、3个上涨)、盈利能力(归母净利润7个子领域同比下降、2个上涨，全部为受民船行业驱动的船舶子领域，军品比重较高的板块普降)出现进一步分化。我们认为，这是行业发展成熟的必然表现；

② **受益景气大周期影响，船舶领域逆势增长。**在军工行业迎来“小周期”以来，船舶行业受益民船景气大周期影响，营业收入、盈利水平持续好转，成为唯一营收、归母净利润增速逆势增长的军工子领域，其中船舶下游上市公司归母净利润增速中位数达到155.31%；

## 投资建议

- ◆ 军工行业依然处于景气大周期，当前是大周期中的小周期；
- ◆ “十四五”进入攻坚阶段，当前或将成为阶段性低点；
- ◆ 关注无人装备、卫星互联网、电子对抗等新质新域的投资机会；
- ◆ 关注民机、低空经济、军贸、信息安全、商业航天等军民结合领域的“大军工”投资机会；
- ◆ 关注军工行业并购潮下和市值管理要求下的投资机会。

军机等航空装备产业链：

战斗机、运输机、直升机、无人机、发动机产业链相关标的，航发动力（发动机）、应流股份（叶片）、航天电子、航天彩虹（无人机）、中复神鹰等。

**航天装备（弹、星、链等）产业链：**

航天电器（连接器）、天奥电子（时频器件）、北方导航（导航控制和弹药信息化）、成都华微（模拟芯片）、航天智装（星载 IC）、国博电子（星载 TR）、中国卫通（高轨卫星互联网）、海格通信（通信终端）、航天环宇（地面基础设施）、振芯科技、海格通信（北斗芯片及应用）、中科星图（卫星遥感应用）。

**船舶产业链：**

中国船舶、中国重工。

**信息化+国产替代：**

成都华微、振华风光（特种芯片）；国博电子（TR 组件）；智明达（嵌入式计算机）；上海瀚讯（通信）。

**军工材料：**

光威复材、中复神鹰（碳纤维复合材料）；航材股份、钢研高纳、图南股份（高温合金）；西部超导、宝钛股份（钛合金）；铂力特（增材制造）；华秦科技（隐身材料）。

## 正文目录

近一周行情 .....	5
重要事件及公告 .....	5
一、十年来最差中报季 .....	6
二、近年来军工行业业绩披露前后频现戴维斯双杀 .....	10
三、本周市场数据 .....	10
(一) 估值分位 .....	10
(二) 北上资金变化 .....	10
(三) 军工板块成交额及 ETF 份额变化 .....	11
(四) 融资余额变化 .....	12
四、军工三大赛道投资全景图 .....	12
五、建议关注的细分领域及个股 .....	19
六、风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1 核心军工企业近十年营业收入增速中位数情况 .....	6
图 2 核心军工企业近十年归母净利润增速中位数情况 .....	7
图 3 8 月军工行情的下跌由杀估值驱动 (按月度周期) .....	10
图 4 军工行业陆股通占自由流通市值比例变化 .....	11
图 5 军工板块成交量变化 .....	11
图 6 近期主要军工 ETF 基金份额变化 (单位: 亿份) .....	12
图 7 两市融资余额与军工行业融资余额走势情况 .....	12
图 8 军工主赛道投资全景图 .....	14
图 9 大军工赛道投资全景图 (一) .....	15
图 10 大军工赛道投资全景图 (二) .....	16
图 11 新域新质赛道投资全景图 .....	17
图 12 三大赛道各细分领域投资特点对比 .....	18

## 近一周行情

国防军工（申万）指数（+1.21%），行业（申万）排名（21/31）；

上证综指（-0.43%），深证成指（+2.04%），创业板指（+2.17%）；

涨幅前五：同有科技(+12.38%)、莱斯信息(+11.76%)、华强科技(+10.61%)、广东宏大(+10.23%)、佳缘科技（+10.00%）、

跌幅前五：三角防务(-18.30%)、陕西华达(-13.39%)、烽火电子(-10.94%)、华如科技(-10.38%)、航天南湖(-9.04%)。

## 重要事件及公告

8月26日我国自主研发设计的2架“新舟”60灭火飞机正式交付应急管理部。

8月26日，未经中国政府允许，菲律宾派出4409号、4411号海警船非法冲闯中国南沙群岛仙宾礁邻近海域，持续危险接近正常航行的中方海警船并煽宣炒作，中国海警对菲肇事船只依法依规采取管控措施。

8月27日，康达新材公告，公司控股子公司大连齐化新材料有限公司与交易对手方拟签署《技术许可及服务合同》，大连齐化将其拥有的液态环氧树脂、半固态环氧树脂、固体环氧树脂等相关专利及技术授权给被许可方并开展相应的技术服务，合同总金额预计为人民币6,100万元。

8月27日，中共中央政治局委员、中央外办主任王毅在北京同美国总统国家安全事务助理沙利文开始举行新一轮战略沟通。

8月28日，航天软件公告，公司近期收到人民币1,132.45万元的国拨资金款，为与收益相关的政府补助。

8月28日，中国船舶公告，公司全资子公司江南造船（集团）有限责任公司联合中国船舶工业贸易有限公司与Eastern Pacific Shipping Pte. Ltd.旗下单船公司于2024年8月26日签订了6艘15万立方米乙烷运输船建造合同。

8月29日下午，国防部举行例行记者会，国防部新闻局局长、国防部新闻发言人吴谦大校发布信息。第十一届北京香山论坛将于9月12日至14日举行，各项筹备工作现已基本就绪。截至8月28日，已有90余个国家、国际组织官方代表团确认出席，参会人员数量和层级再创新高，代表性更趋全面。

8月29日，中国人民解放军南部战区新闻发言人田军里空军大校表示，中国人民解放军南部战区圆满完成位中缅边境我方一侧组织的联合实兵实弹演习各项科目。

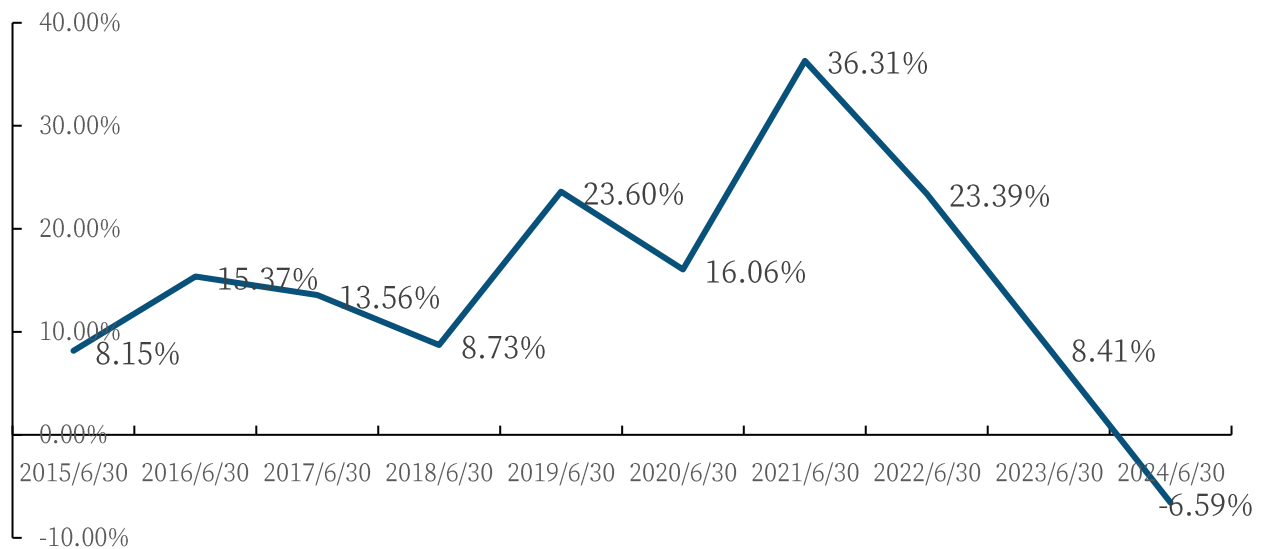
8月29日，我国太原卫星发射中心在山东附近海域成功发射谷神星一号海射型遥三运载火箭，搭载发射的云遥一号15星~17星、吉天星A-03星、苏星一号01星、天辅高分二号卫星顺利进入预定轨道，飞行试验任务获得圆满成功。

8月30日，楚江新材公告，公司及下属子公司于近期收到与收益相关的政府补助资金共计人民币59,066,530.74元

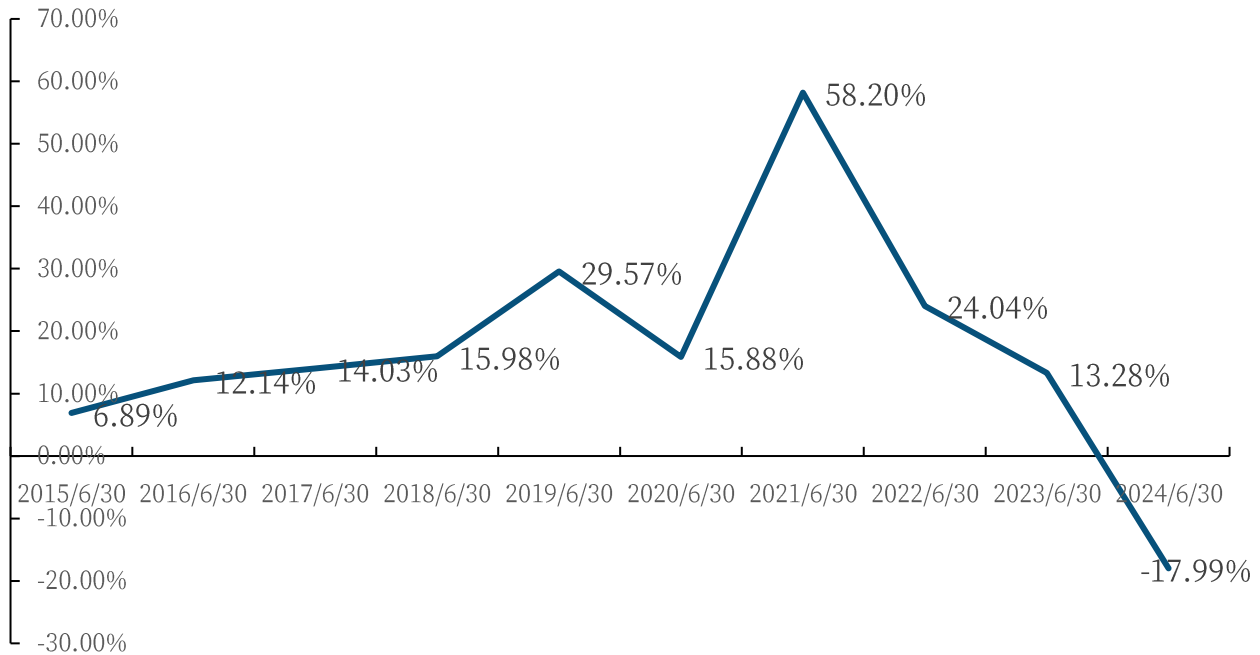
## 一、十年来最差中报季

截至 2024 年 8 月 31 日，军工板块 2024 年中报已披露完毕，在 233 家军工板块上市公司中，78 家公司 2024 年中报归母净利润同比实现增长，155 家公司 2024 年中报归母净利润同比下降。军工行业已步入小周期一年有余，人事调整持续、需求节奏不明朗、军品降价压力不减，多重压力直接导致了核心军工企业营业收入增速中位数近十年首次为负、归母净利润增速中位数降至-17.99%，军工行业走出了近十年最差中报业绩表现。

图1 核心军工企业近十年营业收入增速中位数情况



资料来源：wind，中航证券研究所整理

**图2 核心军工企业近十年归母净利润增速中位数情况**


资料来源：wind，中航证券研究所整理

我们分别通过对 75 家军品业务占比相对较高，且财务数据具有可比性的军工上市公司、以及对不同企业属性（军工央企，其他国企以及民参军企业）、细分领域（航空、航天、船舶、材料、电子）分类进行统计，可以得到几个重要表现，包括：

① **2024 年上半年军工企业收入、归母净利润增速中位数出现负增长**。对核心军工股进行统计，2024 年上半年收入同比增速中位数由 2023 年上半年的 4.75% 下降至 -6.59%、净利润增速中位数由 13.28% 下降至 -17.99%；

② **民参军企业业绩及盈利能力承压更为明显**。民参军企业盈利能力以及订单持续性的隐忧进一步凸显，2024 年上半年民参军企业收入同比增速中位数 0.47% 虽较军工央企、地方国企表现更佳，但归母净利润增速中位数为 -32.72%，**降速显著高于军工央企与地方国企**。同时，2024 年上半年民参军企业的净利率中位数已降至 4.67%，**较 2023 年中报减半**。我们认为，在行业小周期下民参军企业面临的问题主要有三点，具体来看：

1、**政策及法律法规风险**：2024 年已有 7 家民参军上市公司高管被留置，同时，相关监管追溯也导致了許多民参军企业招投标不合规的问题进行了暴露，已有多家民参军上市公司公告被暂停参加军队采购活动；

2、**新“国九条”持续加大金融监管力度，民参军企业面临优胜劣汰**：在新“国九条”政策指导下，民参军企业上市进度将有所减缓，与军工央企、地方国企等国有背景企业不同，民参军企业融资难度大、成本高、股东资金退出压力大，对上市融资的依赖性相对更高。同时业绩不达标、存在控股股东占用公司资金以及控制权无序争夺等情况的民参军企业将面临退市，以分红为例，我们以 2023 年之前上市的民参军

企业为基准，对其 2023 年和 2022 年分红情况、归母净利润、营业收入、研发费用等数据进行统计，主板、科创板及创业板上市的民参军企业分别有 10 家、8 家及 10 家分红情况暂时尚未达到要求，占民参军上市公司数量的 22.95%。民参军企业大多规模相对较小，其中业绩波动性较大、盈利能力较弱、分红能力较差的企业将面临较大的生存压力；

**3、军品价格波动对民参军企业短期造成影响：**民参军多为配套企业，处于产业链中上游，议价能力较弱，军品降价压力下的订单波动导致民参军企业出现短期增速下降，有企业甚至出现因产品暂定价与审核价格的价差调减导致营业收入为负的情况。

**表1 军工上市公司 2024 中报利润表数据统计分析**

具体分类		收入		归母净利润		毛利率		净利率	
		2024 中报 同比增速	2023 中报 同比增速	2024 中报 同比增速	2023 中报 同比增速	2024 中报	2023 中报	2024 中报	2023 中报
核心军工股		-6.59%	8.41%	-17.99%	13.28%	37.57%	41.57%	10.98%	15.05%
按企业性质 分类	军工央企	-10.89%	4.75%	-14.14%	8.00%	21.41%	23.54%	3.57%	4.94%
	其他国企	1.66%	8.51%	-15.27%	13.47%	30.06%	33.69%	7.29%	10.30%
	民参军	0.47%	6.85%	-32.72%	-9.48%	37.94%	41.11%	4.67%	10.81%

资料来源：Wind，中航证券研究所分析整理

同时，我们根据具有数据可比性的核心军工上市公司年报的资产负债表统计，得到几个重要表现：

- ① 预收款项与合同负债出现负增长（-11.08%），显示短期需求不足；
- ② 存货增速（+5.76%）和应收账款及票据增速（+2.54%）明显高于收入增速（-6.59%），行业两金压力增大；

**表2 军工上市公司 2024 中报资产负债表数据统计分析**

具体分类		预收款项+合同负债		存货		应收账款及票据	
		2024 中报 同比增速	2023 中报 同比增速	2024 中报 同比增速	2023 中报 同比增速	2024 中报 同比增速	2023 中报 同比增速
全部军工股		-4.53%	-4.61%	5.28%	10.69%	3.78%	15.28%
核心军工股		-11.08%	-16.96%	5.76%	17.45%	2.54%	20.45%
非核心军工股		0.75%	-0.99%	5.28%	7.26%	3.78%	10.40%
按企业性质 分类	军工央企	-14.90%	-7.81%	0.77%	-1.78%	3.45%	12.83%
	其他国企	-17.96%	-9.83%	5.35%	7.50%	3.81%	19.81%
	民参军	6.16%	-2.55%	7.28%	14.04%	4.05%	15.28%

资料来源：Wind，中航证券研究所分析整理

同时，我们针对各细分领域军工上市公司进行了财务数据分析，得到几个重要表现：



① **行业分化进一步加剧。**与 2023 年中军工行业各领域多数呈上涨态势（9 个子领域中 7 个归母净利润同比增长）不同的是，2024 年中报军工行业各领域的营收（6 个子领域同比下降、3 个上涨）、盈利能力（归母净利润 7 个子领域同比下降、2 个上涨，全部为受民船行业驱动的船舶子领域，军品比重较高的板块普降）出现进一步分化。我们认为，这是行业发展成熟的必然表现；

② **受益景气大周期影响，船舶领域逆势增长。**在军工行业迎来“小周期”以来，船舶行业受益民船景气大周期影响，营业收入、盈利水平持续好转，成为唯一营收、归母净利润增速逆势增长的军工子领域，其中船舶下游上市公司归母净利润增速中位数达到 155.31%；

**表3 各细分领域军工上市公司 2024 中报利润表数据统计分析**

具体分类		收入		归母净利润		毛利率		净利率	
		2024 中报 同比增速	2023 中报 同比增速	2024 中报 同比增速	2023 中报 同比增速	2024 中报	2023 中报	2024 中报	2023 中报
航天	商业航天	-1.65%	13.91%	-13.21%	10.49%	38.87%	50.66%	5.78%	8.16%
	航天防务	-2.37%	-8.96%	-48.73%	-13.32%	38.51%	35.63%	10.98%	14.29%
航空	上游	-1.39%	12.89%	-16.93%	16.06%	36.76%	38.05%	12.16%	17.81%
	中游	-1.95%	7.74%	-3.69%	17.81%	28.30%	28.73%	12.70%	12.66%
	下游	-10.37%	2.28%	-17.99%	17.08%	12.53%	10.43%	3.56%	4.37%
船舶	中游	8.86%	-3.03%	6.61%	34.18%	31.93%	29.50%	7.09%	7.35%
	下游	31.05%	27.92%	155.31%	43.29%	11.16%	10.27%	2.70%	1.83%
军工材料		0.82%	14.74%	-14.37%	13.97%	30.06%	35.84%	13.45%	18.19%
军工电子		-12.95%	5.52%	-47.04%	-8.53%	40.76%	45.56%	6.68%	16.15%

资料来源：Wind，中航证券研究所分析整理

**表4 各细分领域军工上市公司 2024 中报资产负债表数据统计分析**

具体分类		预收款项+合同负债		存货		应收账款及票据	
		2024 中报同比增 速	2023 中报同比增 速	2024 中报同比增 速	2023 中报同比增 速	2024 中报同比增 速	2023 中报同比增 速
航天	商业航天	-5.00%	11.24%	6.40%	43.21%	16.25%	38.95%
	航天防务	24.76%	10.02%	5.43%	10.69%	-3.60%	14.77%
航空	上游	-3.67%	-10.01%	4.34%	19.48%	4.60%	28.39%
	中游	-45.93%	16.41%	3.33%	13.90%	21.28%	16.57%
	下游	-41.77%	-18.81%	8.13%	1.06%	-2.63%	13.24%
船舶	中游	62.97%	11.48%	12.34%	22.32%	-1.86%	17.28%
	下游	13.55%	14.09%	6.71%	4.52%	1.78%	10.30%
军工材料		-11.13%	-5.67%	14.95%	25.57%	16.37%	28.31%
军工电子		-10.06%	-15.05%	4.15%	3.94%	-1.63%	21.61%

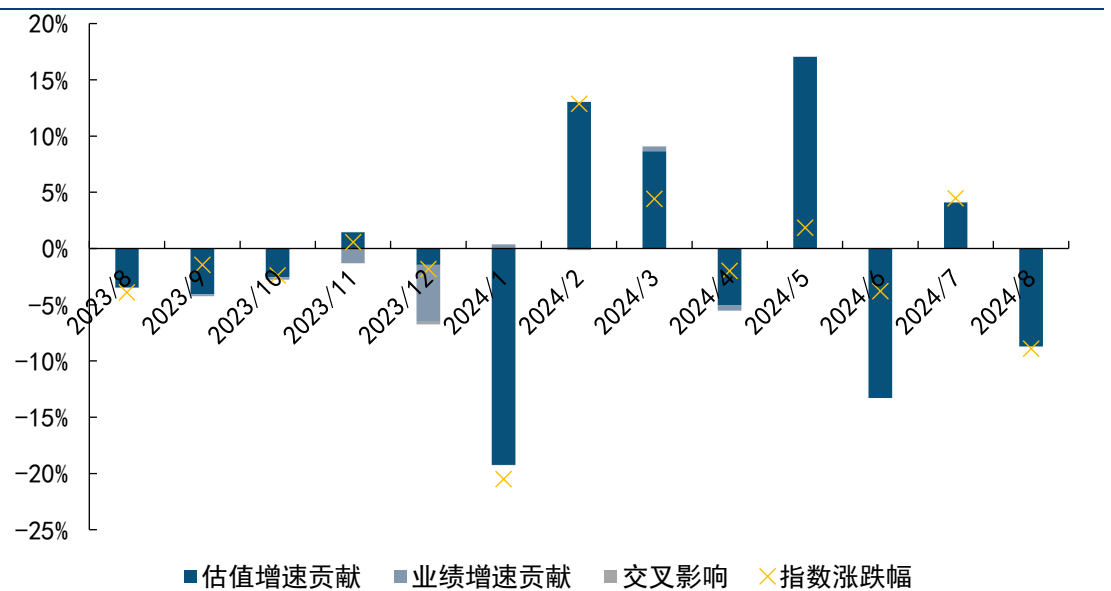
资料来源：Wind，中航证券研究所分析整理

## 二、近年来军工行业业绩披露前后频现戴维斯双杀

为深入对军工行业的估值进行分析和判断，我们选取国防军工（申万）指数涨跌幅作为军工行业整体涨跌幅指标，并将军工行业的涨跌幅拆分为业绩贡献（EPS 涨跌幅）、估值贡献（PE 涨跌幅）以及二者的交叉影响。

按照月度拆分来看，2024 年 8 月，军工板块下跌 8.90%，在 24 年 7 月的戴维斯双击后，伴随 2024 年中报业绩披露完成，8 月军工行业估值增速贡献（-8.71%）、业绩增速贡献（-0.21%），行业出现戴维斯双杀。事实上、近年来受军工行业小周期的影响，在军工板块业绩披露前后，业绩兑现不及预期引起的戴维斯双杀频繁出现。具体来看，在 2022 年三季报发布后（2022 年 12 月）、2022 年报及 2023 年一季报发布前（2023 年 3 月）、2023 年三季报发布后（2023 年 12 月）均出现了戴维斯双杀。

图3 8月军工行情的下跌由杀估值驱动（按月度周期）



资源来源：Wind，中航证券研究所

## 三、本周市场数据

### （一）估值分位

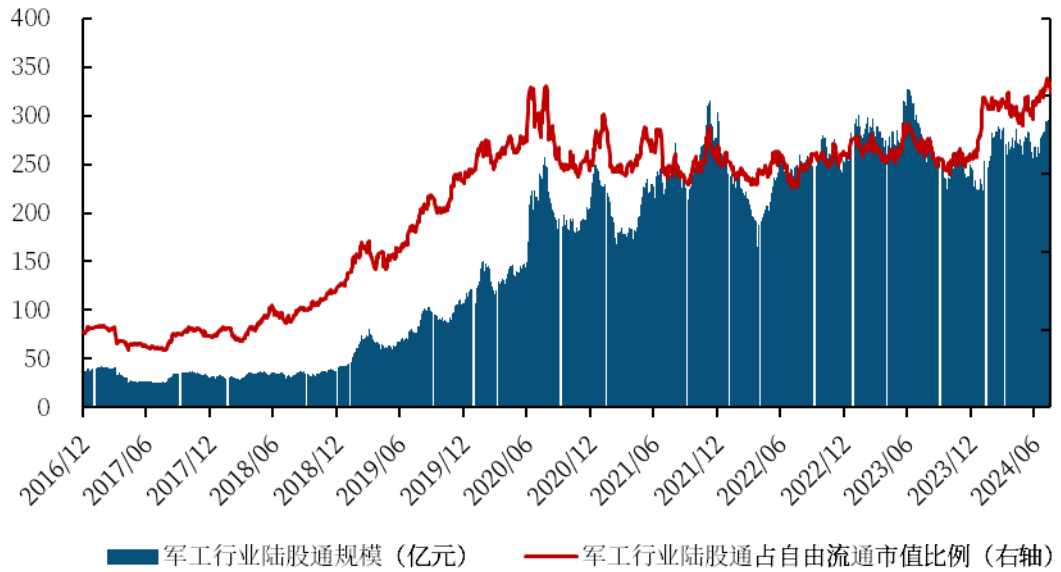
截至 2024 年 8 月 30 日，国防军工（申万）指数 PE 为 45.37 倍，处于 2014 年来的 1.39%分位。

### （二）北上资金变化

本周，北向资金累计净流出 67.75 亿元。军工行业陆股通占自由流通市值比例为

2.05%，较 8 月 23 日环比减少 0.01 个百分点。

图4 军工行业陆股通占自由流通市值比例变化

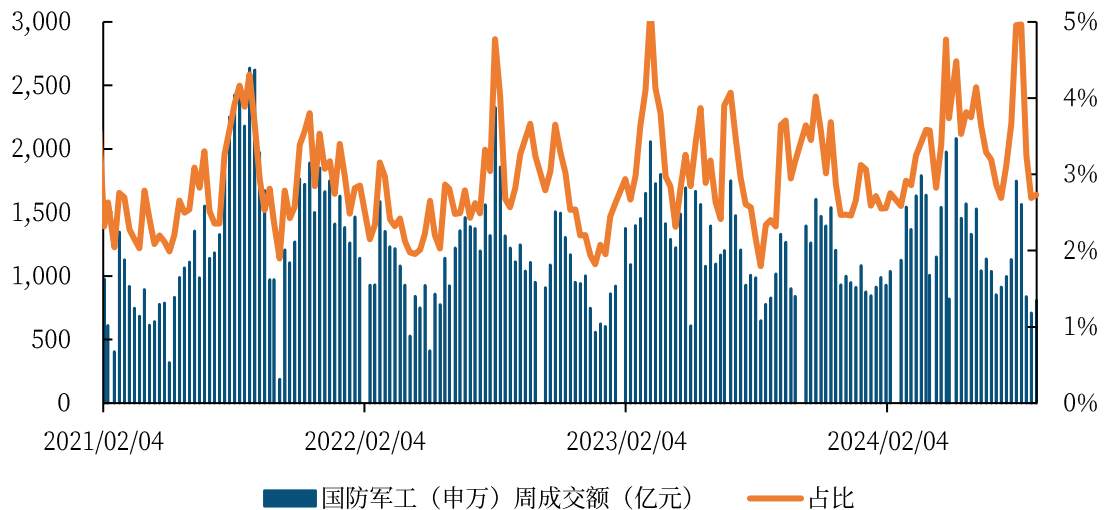


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2024 年 8 月 27 日）

### （三）军工板块成交额及 ETF 份额变化

本周，军工板块（申万）成交额为 806.80 亿元（+13.51%），占中证全指成交额比例为 2.73%（+0.04pcts），主要军工 ETF 基金份额环比上周增加 0.59%。

图5 军工板块成交量变化



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2024 年 8 月 30 日）

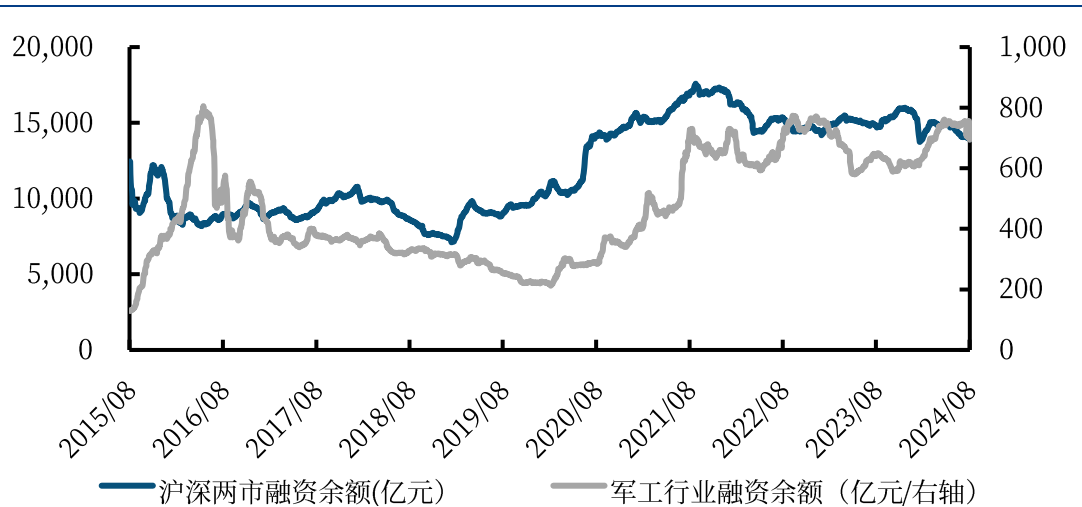
**图6 近期主要军工 ETF 基金份额变化（单位：亿份）**

序号	代码	名称	2023/12/31	2024/8/23	年初至今份额变化	近一周份额变化
1	512660.SH	国泰中证军工 ETF	96.24	92.42	-3.97%	0.68%
2	512710.SH	富国中证军工龙头 ETF	91.83	82.76	-9.88%	0.07%
3	512670.SH	鹏华中证国防 ETF	40.38	35.08	-13.13%	1.21%
4	512680.SH	广发中证军工 ETF	35.62	37.16	4.33%	0.78%
5	159638.SZ	嘉实中证高端装备细分 50ETF	14.33	11.65	-18.70%	1.66%
6	512560.SH	易方达中证军工 ETF	11.43	11.03	-3.50%	0.09%
7	512810.SH	华宝中证军工 ETF	3.90	4.80	23.09%	0.63%
合计			293.72	274.90	-6.41%	0.59%

资料来源：Wind，中航证券研究所整理

## （四）融资余额变化

截至 2024 年 8 月 29 日，军工行业的融资余额合计 706.22 亿元，比上周环比下降 0.16%，占两市融资余额比例为 5.12%。

**图7 两市融资余额与军工行业融资余额走势情况**


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2024 年 8 月 29 日）

## 四、军工三大赛道投资全景图

根据我们对军工周期性的研究，我们判断，“十四五”军工行业收入增速有望呈现出前高中低后高的“V 字型”，2024 年后重新进入上行通道。

我们将军工行业分为 3 大赛道、23 个细分领域（[各赛道详细分析见军工行业十问十答&2024 年投资策略《飞雪迎春到》](#)）进行分析讨论，并分别列举投资判断和观点，具体如下：

- ① 军工主赛道：主要包含航空、导弹及智能弹药、军用船舶、军工电子、军工

材料、测试及维修等七大细分领域，这些领域一般具有市场规模相对较大，下游客户已军用领域为主，且发展相对更为成熟的特点，是军工行业当前的主要构成及发展驱动力。

② **大军工赛道**：主要包含以军贸、民机、低空经济、航天发射、卫星制造、卫星通信、卫星导航、卫星遥感、民船以及信创等十个“大军工”产业细分领域。所谓“大军工”，是指当前军工行业的范畴已大为拓展，特别是军技民用下广义概念下扩充的军工新赛道。这些领域或已具有一定规模或仍在快速发展阶段，是支撑军工行业持续高景气发展的第二曲线。

③ **新域新质赛道**：主要包含以无人装备、卫星互联网、电子对抗、数据链路、军事仿真以及云技术等新战争形态下，以“智能化、体系化、信息化”为代表的军工细分领域，这些领域往往已经受到海外军事强国的重视或已经在战场上得到了实战验证，在国内往往处于早期萌芽发展阶段，但应用发展确定性相对较强。新域新质各细分领域在“十四五”末，乃至“十五五”时期都有望具有较大发展弹性，将有望成为军工板块在未来中长期持续高景气发展的新驱动力。

**图8 军工主赛道投资全景图**

军工主赛道	现状及边际变化	发展趋势研判	投资逻辑和关注点
<b>航空</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>2023年航空产业整体规模稳中有升，研发投入方面同比保持高速增长，行业依旧处于较高景气度</li> <li>民机方面，国产大飞机C919年内完成商业首航，打开广阔民机市场</li> <li>军贸方面，俄乌冲突强化了全球各国的安全诉求，航空工业集团更是将军贸作为未来的主责主业之一，意味着军贸出口将迎来重大机遇。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>航空装备后续需求确定，随着十四五“中期调整”临近尾声，需求将逐步落地，行业高景气度有望延续。</li> <li>航空央企旗下仍拥有许多优质资产，未来在改革方面有望持续深化。</li> <li>目前我国航空产业主要的规模增量主要来源于军机方面，长期来看，民机、军贸领域作为航空板块的增量“第二曲线”将打破仅依靠军机的内需市场空间，提升行业天花板。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>在航空军、民机产业链和产业集群建设方面起引领作用“链长”型龙头企业；在产业链布局存在拓展机会；重视研发体系建设和投入且预计在未来形成增量的企业；在型号方面具有重要进展的主机厂等；</li> <li>配套层级较高、具有核心地位、推动专业化整合的系统级供应商；长期处于供应体系且形成体系化配套的核心供应商；能够形成核心竞争力并在主机供应商名录中占据一定地位的民营企业；</li> <li>存在资产注入预期的产业上中下游的企业；国企改革带来的业绩增长和盈利能力改善机会。</li> </ul>
<b>导弹与智能弹药</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>2023年导弹与智能弹药产业整体的阶段性波动依然存在，收入结构（研发与批产）或发生变化</li> <li>行业内企业合同负债与预收账款同比增速有所提升，存货保持稳定增长，表现出2023Q3末导弹企业在手订单规模相对较高，正在积极备货以应对订单落地。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>导弹与智能弹药产业有望成为“十四五”中期调整后的重点领域；</li> <li>供给侧产能爬坡+需求侧修复补量+研发产品逐步落地批产，产业拐点已然临近，导弹与智能弹药产业大年已然不远。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>在导弹与智能弹药产业确定的高景气中，业绩强持续性和高弹性的企业更有望获得更快的估值提升</li> <li>关注在低成本化、数量和总产值规模上具有优势的细分赛道</li> <li>聚焦批产型号配套与研发型号配套均衡的企业</li> <li>聚焦位于高价值中上游子系统领域中的企业</li> </ul>
<b>船舶</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>军船领域当前产业成熟度已经相对较高，行业相对稳定。</li> <li>军船是保持船舶行业稳定的绝对基础，但近年来伴随民船景气大周期，短期内船舶行业主要驱动点是民船。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>“十四五”的未来两年，将是中国海军继续“走向深蓝”的两年，由近海防御型向远海防卫型的转变将持续进行；</li> <li>涉及海底观测的多项政策规划出台，表明我国对海底新领域的探索正在提速，已有多家企业在公告中强调了相关业务情况。行业内水面到水下的发展已经进入了关键时期。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>军船领域当前产业成熟度已经相对较高，行业相对稳定。在存量变化相对有限的背景下后续建议关注行业的增量变化。</li> <li>关注航空母舰持续下水的属舰机会</li> <li>关注海船领域由水面至水下的发展趋势</li> </ul>
<b>军工电子</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>2023年军工电子新增订单放缓、库存正逐步出清，给长期以来军工电子的高景气、高预期造成影响；</li> <li>整体板块已处于较低估的状态，资产价格也普遍处于底部区间；</li> <li>当前是新一代武器装备批产以及未来一代的研发时段，持续的研发投入有助于保障企业未来产品的先进性和业绩的持续增长。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>“三化”+国产替代+军技民用驱动下，行业需求确定；</li> <li>伴随行业基数的快速提升，军工电子正在进行从“量”到“质”，从“单”到“多”领域的结构转变；</li> <li>军工电子产品进入新一轮研发周期，新一代产品未来的落地，将持续提供行业增长动能；</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>军工智能化、信息化迎来加速；</li> <li>人工智能技术引领下一阶段军事变革；</li> <li>软件作用日益突出，软件自主可控有望快速发展；</li> <li>新域新质作战力量给军工电子带来新增量。</li> </ul>
<b>军工材料</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>行业订单及需求节奏调整对军工材料板块造成一定冲击，同时上游材料高增速后开始边际放缓；</li> <li>军工材料降价是客观事实，但随着需求的恢复，规模效应的提升，毛利率的下降趋势是更趋于缓降，而随着高性能材料的结构调整，也有助于提升公司的毛利率水平；</li> <li>3D打印材料、隐身材料等高性能新材料技术快速成熟，下游应用场景需求也将快速提升；</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>需求确定性高，新材料应用深度、广度不断扩大，需求回暖弹性高；</li> <li>企业产能瓶颈依然存在，在需求回暖后，相关扩产产能有望第一时间匹配需求；</li> <li>当前市场的调整不仅是需求调整，同样是新技术的调整与积累，有助于企业未来的产品结构调整，保障企业持续盈利；</li> <li>行业有望迎来合理有序降价，企业的成本压力将逐渐缓解；</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>基础材料的供应能力已基本具备，材料多功能性是未来发展趋势；</li> <li>增材制造、特种加工等材料制造新工艺迎来快速发展；</li> <li>高端材料的新增“民用”市场开始带来第二曲线动力；</li> </ul>
<b>测试</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>行业需求下降及未来需求不确定的双重影响下，出现第三方检测机构通过降价方式抢夺订单的情况；</li> <li>上市公司通过新设子公司，增资、收并购具有业务协同效果的企业，打造一站式检测服务平台。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>未来检测行业或将呈现第三方检测机构为主、国有体制内检测机构为辅的行业格局；</li> <li>紧跟武器装备发展方向，通过增资、收并购的方式快速切入相关赛道；</li> <li>整合行业资源，延伸检验检测的深度和广度，提供全流程检测服务。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>关注检测服务范围多样、业务布局广、拥有前沿检测技术能力、成功切入新兴检测领域的检验检测机构</li> </ul>
<b>维修</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>武器装备列装带动维修需求增长；</li> <li>国产大飞机的生产及谱系化发展提供新增维修市场空间。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>装备存量规模化，练兵备战常态化，牵引武器装备维修保障需求的增长；</li> <li>未来航空维修将逐渐从军方大修厂向主机厂、民营企业转移，市场化能力提升；</li> <li>装备维修贯穿了装备的全生命周期。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>关注参与或布局维修领域的链长企业；</li> <li>关注拥有新兴维修再制造技术且实现产业化应用的企业。</li> </ul>

资料来源：中航证券研究所

**图9 大军工赛道投资全景图（一）**

大军工赛道	现状及边际变化	发展趋势研判	投资逻辑和关注点
<b>军贸</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>2022年全球军贸数据已超过前次2017年的峰值，2022年军贸数据增速接近20%。</li> <li>俄乌冲突的主要参与国均受到影响，乌克兰军贸进口大增6679%一跃成为全球第三的军贸进口国，美国军贸出口增速32%，俄罗斯自2018年以来持续下降。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>全球军贸指标有望在“十四五”中后期持续快速上行。军费的持续投入对军贸行业形成支撑作用，以俄乌、巴以冲突为代表的全球地缘政治事件为军贸行业提供了市场需求，国际形势的变化改变了以往军贸行业的竞争格局，我国作为军贸行业的“后起之秀”有望受益于竞争格局之变下的需求再分配。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>我国军贸产品竞争优势不断提升，关注军贸发展对军工企业营收规模、盈利空间的“双提升”。</li> <li>上一轮产能扩张逐步达产，我国军贸出口产能不足有望加速改善</li> <li>建议关注因地区冲突、国际局势变化带来的国际军贸格局变化对我国军贸行业的历史性机遇</li> </ul>
<b>民机</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>国产大飞机在基本型的基础上衍生出多款新机型，谱系愈发完善。国产大飞机2023年收获多笔大订单，在手订单充裕。</li> <li>通用航空相关的法规和条例陆续出台，通航管理制度和体系逐渐成熟。</li> <li>政策牵引持续发力，推动绿色航空加速发展。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>国产大飞机生产节奏有望加速，关键零部件国产替代将持续推进。</li> <li>通航发展或将换挡提速，无人化、电动化、智能化是未来趋势，新能源航空器有望助力我国再次实现“换道超车”。</li> <li>伴随着通航的关注度与日俱增，资本融资的次数和总量或将增多。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>关注民机产业链上占据了高价值量环节的企业和承担了国产替代任务的配套企业</li> <li>关注参与或布局了通航产业无人化、电动化、智能化的配套或总装企业</li> </ul>
<b>低空经济</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>2023年是低空经济发展的极为重要一年，也是其受市场高度关注、资本追逐的一年</li> <li>通用航空仍是低空经济的主体产业，无人机及eVTOL成为资本重点关注方向</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>"政策支持+产业指引"让我国低空经济产业正迎来高速发展的黄金机遇期，并且在未来两年内还将会有更多针对产业发展的政策接踵而来</li> <li>受益于政策、技术、资本的多因素催化，低空经济赛道作为战略新兴产业的重要代表，已初步具备放量基础</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>关注低空经济里的民用无人机产业方向，我国民用无人机产业迅猛发展，对经济社会的促进作用日益加大，无人机产业作为低空经济的主导产业，在首个系统性的无人机相关条例的发布指引下，将为低空经济行业注入强劲动力</li> <li>关注以eVTOL为代表的新型航空器正加快推动低空产业转型升级，这将成为我国继新能源汽车之后另一个“换道超车”领域</li> </ul>
<b>民船</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>2023年前三季度，我国造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占世界市场份额的48.7%、68.5%与54.7%，大幅领先韩日两国。</li> <li>IMO针对温室气体减排初步战略的短期能效措施全面进入落地阶段，绿色船舶已迎来实质变化</li> <li>我国造船行业高附加值船型持续接单交付</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>考虑到2021年新造船市场的接单量增长较快，我们认为在各船厂的订单有序排期下，此前的高船价订单在2024年间将逐渐完工交付。</li> <li>后续，我国造船业无疑将继续持续推进对高技术、高附加值船型的研发、生产从而助力行业完成盈利能力的全面提升。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>高船价订单的逐步交付无疑将成为支撑2024年民船行业利润增长的主要支柱</li> <li>无法满足排放新规的船只有望迎来一波大规模更替潮，这将成为中长期支撑新造船市场可持续发展的重要基础</li> </ul>
<b>信创</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>2023年，中国信创行业在芯片及关键硬件领域取得了显著突破，体现了我国在高性能计算和硬件设计能力方面快速提升；</li> <li>信创应用正从党政向全领域转化，信创产业加速落地；</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>信创产业经历三大发展阶段，目前已进入第三阶段，即具备规模化生产和推广的能力。根据IDC测算，中国计算产业市场空间1043亿美元，即7300亿元，接近全球的10%，是全球计算产业发展的主要推动力和增长引擎。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>信创涵盖领域包括芯片、操作系统、中间件、数据库、服务器、网络安全等，是中长期投资主线，逻辑虽短期难以完全兑现至业绩，但国内广阔的市场使其存在消化高估值的可能，具有长期关注价值，尤其在国家政策的不断推动下，以及2023年信创软硬件产品的不断推陈出新，信创相关国产化率有望持续提升。</li> </ul>

资料来源：中航证券研究所

**图10 大军工赛道投资全景图（二）**

大军工赛道	现状及边际变化	发展趋势研判	投资逻辑和关注点
 <p><b>航天发射</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2023年我国航天发射次数达到67次，再创历史新高。其中，民营火箭企业累计发射12枚运载火箭，超越历年总和，开创多项纪录</li> <li>我国民营火箭企业集体转攻“液体+可复用”火箭，“液体+可复用”火箭或将成为下一阶段我国航天发射的市场焦点</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>随着民营火箭企业关键技术的进步和发射经验的累积，民营火箭企业有望在中长期实现市占率的逐步提升</li> <li>2024-2026年我国航天发射年均市场空间有望突破260亿元</li> <li>我国首枚实现可复用的液体火箭有望出现在2024-2025年</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>建议关注已实现规模化发射或在研阶段具备先发优势的火箭总装企业</li> <li>建议关注参与火箭核心环节配套或在火箭制造领域拥有新兴技术应用的企业</li> <li>建议关注火箭发射测控领域中具有技术或渠道优势、或具有相对完善的地面基础设施的企业</li> </ul>
 <p><b>卫星制造</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2023年我国卫星发射数量维持快速增长态势，卫星发射总数再创历史新高</li> <li>2023前三季度产业内企业业绩波动更多是短期阶段性波动，从卫星发射数据中，卫星制造全年增长确定性依旧较强</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>卫星制造产业有望摆脱传统项目制，迎来大批量生产阶段，2024-2026年潜在市场空间超过2400亿元</li> <li>行业整体规模由稳定持平转为快速增长的确定性较强，板块“价值投资”属性将愈加凸显，各卫星制造企业相关业务收入与业绩规模有望迎来提升</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>关注通信及遥感小卫星制造产业链上具有批产能力的配套企业或总装企业</li> <li>关注通信及遥感小卫星在高价值量环节具有低成本及产业化能力的企业，或具有较高技术水平（毛利率较高）、正处于产业化过程中的企业</li> <li>关注小卫星星座组网趋势下，在星间链路、新型电推进、卫星网络安全防护等新兴领域布局的企业</li> </ul>
 <p><b>卫星通信</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>卫星通信产业的应用端市场空间仍未迎来明显变化；</li> <li>首张高轨卫星互联网初步建成，航空、航海卫星互联网应用市场持续拓展；</li> <li>低轨卫星互联网空间基础设施建设技术验证阶段进展提速；</li> <li>传统卫星通信设备与大众智能手机结合，打开新市场增量空间。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>保守估计，卫星通信设备2026年市场规模有望达到142亿元，2030年有望达到235亿元，复合增速约16.43%</li> <li>卫星通信服务2026年市场规模有望达到125亿元，2030年有望达到189亿元，复合增速约17.74%。其中新兴航空及海洋卫星互联网服务市场与传统移动通信服务增速最快。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>重点关注国内各低轨卫星互联网正式建设的时间（低轨卫星互联网相关企业逐步业绩兑现的起始点）</li> <li>重点关注卫星通信地面终端领域中具有产业化能力和低成本优势企业、或在部分领域具有高技术壁垒，扩产加强产业化能力的企业</li> <li>航空及海洋互联网市场是我国卫星互联网应用市场中有望率先得到拓展应用的领域，有望为相关运营商带来业绩增长提速驱动力</li> <li>关注手机直连卫星对传统卫星通信应用市场渗透率的加速作用</li> <li>关注6G建设进展对卫星通信产业带来的需求空间影响</li> </ul>
 <p><b>卫星导航</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2022年我国卫星导航与位置服务产业规模达到5007亿元，其中，关联产值则达到3480亿元</li> <li>下游市场依然是卫星导航行业整体产值的主要构成</li> <li>2019-2022年卫星导航应用上市公司收入增速在卫星产业四大细分市场中处于较高水平，复合增速接近25%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>当前卫星导航产业发展重点仍是拓展国内“卫星导航+”或“+卫星导航”的新应用领域拓展以及海外市场的开拓</li> <li>“十四五”卫星导航应用市场增速有望保持年复合15%的增速，高精度市场细分赛道复合增速有望超过20%</li> <li>未来几年我国高精度市场下游运营服务领域将实现高速发展</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>重点关注北斗应用产业中上游领域具有明确市场布局或已经拥有较大市占率的企业；</li> <li>传统导航应用终端集成重点关注头部企业，新兴导航应用终端集成重点关注商业模式清晰，营销能力强，掌握明确下游客户资源的企业；</li> <li>重点关注“高精度北斗导航”以及卫星导航融合领域布局的企业。</li> </ul>
 <p><b>卫星遥感</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2022年我国卫星遥感产品及应用服务的市场规模约150亿元，产业年度贡献达2300亿元</li> <li>2023年遥感卫星发射数大幅增长，遥感数据上架数交所，万亿国债增发，遥感产业下游需求不减</li> <li>2019-2022年卫星遥感应用上市公司收入增速是卫星产业四大细分市场中最高的，复合增速达50%以上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>短期to G/A端对卫星遥感的需求依旧处于较高水平，市场需求仍然更多集中在特种领域和政府端，中长期遥感受应用“第二增长曲线”（线上业务）发展或将提速</li> <li>遥感产业下游应用市场需求有望维持在40%增速左右，2025年核心产值有望超过300亿元，仍将是卫星产业中成长属性相对更高的细分赛道</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>关注客户多元化、收入结构均衡的企业</li> <li>关注拥有具有稀缺属性的遥感数据源的企业</li> </ul>

资料来源：中航证券研究所



图11 新城新质赛道投资全景图

新城新质赛道	产业现状	未来发展研判	投资逻辑和关注点
 <p>无人系统</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>无人飞行器：美国全球市场占有率接近一般，我国无人机系统谱系完整，产品性能紧追国际第一梯队</li> <li>地面无人系统：21世纪进入快速发展阶段，已经被逐步纳入新一代武器装备体系；</li> <li>无人船：仍处于探索期，尤其是大吨位无人船和军事实战应用可能还有一定距离</li> <li>无人潜航器：推进速度较大吨位无人船相对更快，波音公司首艘超大型UUV已交付美军。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>短期内，受限于技术原因，我国无人系统的应用还处于边建边用，试验、验证阶段；</li> <li>“十五五”无人系统技术发展将逐步迎来成熟期，装备采购有望放量。</li> <li>随着技术的发展、作战理念和模式的发展，无人系统将会更加注重各方面性能的提升，将朝着自主性、智能化、网络化、模块化、隐身以及与人协同作战的方面发展。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>政策层面利好军用无人系统长期发展，无人系统将成为智能化战争的主战装备。</li> <li>应用场景不断扩展，产业链谱系逐渐完整。相较于美国，中国军用无人系统谱系及应用场景仍需探索、完善。以军用无人机系统为例，在低空、小型、轻型，战略领域仍缺乏代表机型。</li> <li>低成本、消耗属性，需求数量远大于有人装备。</li> <li>军事理论创新推动无人装备向智能、集群、人机协同、跨域发展。</li> <li>外贸市场将逐步打开，以无人机系统为首的无人系统已成为国内军贸的重要部分。</li> </ul>
 <p>卫星互联网</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2023年下半年低轨卫星互联网技术验证卫星频繁发射</li> <li>手机直连卫星开始为未来的卫星宽带通信、即卫星互联网手机直连奠定前期技术积累基础以及市场拓展基础</li> <li>卫星互联网有望成为6G的重要组成部分之一</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>短期内，我国高轨卫星互联网建设成熟度要高于低轨卫星互联网产业，且成本低于低轨卫星互联网；</li> <li>低轨卫星互联网产业的发展将主要由“国家队”统筹规划建设，以抢占轨道资源及频谱资源需求驱动；</li> <li>低成本火箭发射、低成本小型化卫星互联网终端将是影响卫星互联网发展的关键</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>重点关注国内各低轨卫星互联网星座正式建设的时间节奏，这将是低轨卫星互联网相关企业逐步业绩兑现的起始点</li> <li>重点关注卫星互联网应用市场中航空及海洋卫星互联网通信运营商，</li> <li>关注直连卫星终端技术及6G建设进展</li> </ul>
 <p>电子对抗</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>电子对抗装备在电子进攻的发展方向是提高自身打击性能和实现与其他武器的紧密结合，其关键是实现武器的智能化，核心是将电子进攻、电子侦察、电子防御三大系统一体化。</li> <li>人工智能在电子对抗中的应用日益加强，提升装备认知效能，让各电子平台能自主学习、动态调整、适应各类威胁，并要求依靠认知系统，在极短的时间内利用机器自主地完成对目标识别和分析的功能。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>电磁空间安全上升到了一个全新的高度，电磁空间的优势是未来战争的“制高点”，是决定战争胜负的重要因素。</li> <li>随着对电子对抗设备技术指标要求提升，微波元器件、组件和模块等在电子对抗中的价值占比也将逐步提升。</li> <li>未来战争将以夺取全谱战斗空间的信息优势为主线展开，对于电磁频谱域战斗力生成的需求将驱动新一轮的电子信息科技的发展；</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>认知化已是电子战技术发展的必然趋势</li> <li>建议关注综合射频与一体化设计方向</li> <li>建议关注侦察/进攻/防御综合一体化方向</li> </ul>
 <p>数据链路</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>现代战场信息传递共享能力是国防信息化建设的重要内容，全军多兵种多作战场景互联互通是大势所趋；</li> <li>俄乌冲突启示数据链是信息化战争的基础，夺取信息优势能够占据战场主动权；</li> <li>美国进一步推进全域指挥与控制建设，面向未来战略博弈，底层数据链系统完善日益紧迫</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>未来数据链系统将由点对点点对点、面对面发展，数据节点将进一步增加，数据链品类进一步丰富；</li> <li>随着分址、加密等方式的迭代以及通信容量的扩大，通信频段也将进一步提升；</li> <li>目前航空无线通信频谱资源较为紧张，常用频段易被截获，数据链通信安全必要性逐步显现</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>从产业链看，关注数据链组件及加密配套商，以及不同下游领域整机平台；</li> <li>从应用场景看，关注卫星通信，弹载通信以及品类扩容的机载通信</li> </ul>
 <p>军用仿真</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>以美军为代表的西方发达国家军队，正在将军事仿真系统大量应用到军队作战实验、模拟训练、装备论证和联合试验等方面，推动着军事仿真技术的发展和军事变革。</li> <li>软件能力建设有望提速，行业公司享受中国军费总量增长、结构变化、及国防信息化软实力建设三重动能加持。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>技术上，军事仿真技术与手段正在向“数字化、高效化、智能化、网络化、服务化、普适化”发展。</li> <li>应用推广上，仿真技术已经成功应用于各类高新技术和国民经济等众多领域的各个层面，具有强大的体系化、融合化、渗透性特征。</li> <li>需求上，军事仿真技术在“研试战训保”体系中的应用，已得到研制方和使用部队的认可和重视。</li> <li>结构上，嵌入式军事仿真更契合现代化装备训练需求</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>建议关注数字仿真引擎和实物半实物设备核心公司，相关领域价值量占比较高</li> <li>军事仿真和民用仿真的基础技术是共用的，建议关注具备民用、工业领域拓展机会的标的</li> <li>军事仿真技术与大数据、人工智能、数字孪生、元宇宙等新一代基础与应用技术的是军事仿真的机遇和趋势，建议关注布局相关方向的核心标的</li> </ul>
 <p>云技术应用</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>国内做军用云的厂商较多，各有侧重，但普遍方向不同，且体量较小，以项目制为主，不成体系；</li> <li>国内军用云技术成熟度、应用场景和落地建设都还在论证与预研阶段，处于摸索期，距离放量仍需耐心；</li> <li>国外云技术厂商并不区分军、民，多数云厂商军民业务复合性较高，处于互相协同发展态势，我国云技术厂商的军民领域业务相对割裂，协同性较差。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>随着云计算技术的逐渐成熟，与大数据、人工智能等技术的深度交织协同发展，美军云计算正逐步实现智能化升级，并面向联合作战体系化升级。</li> <li>云技术在联合作战体系中的网络中心战中信息管理、分布计算、分散存储以及服务统一调度等具有突出能力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>建议关注国内军民业务复合属性较高，有望在军民领域协同发展的云技术应用相关企业</li> </ul>

资料来源：中航证券研究所

不同赛道的发展特点梳理如下，以供投资参考。

图12 三大赛道各细分领域投资特点对比

细分赛道	市场空间	利润空间	新型号更新速度	消耗属性	产业链稳定性	赛道拥挤度(+为松散)	国产替代剩余空间	民用领域的拓展性	“十四五”后期增速	大军工第二曲线
<b>军工主赛道</b>										
航空	+++	+	++	+	++	+	—	++	+	+++
导弹及智能弹药	+++	+	++	+++	+	++	---	--	+	++
军船	++	+	++	---	++	-	-	+++	+	++
军工电子	+++	+++	++	+	-	○	+	++	++	○
军工材料	+++	+++	++	+	○	○	+	++	++	+
测试	++	++	/	/	○	++	/	++	++	○
维修	++	++	/	/	○	++	/	++	++	○
<b>大军工赛道</b>										
军贸	+++	+++	/	/	+	○	+++	---	+++	+++
民机	+++	++	○	○	++	○	+++	---	+++	/
低空经济	+++	++	++	+++	+	+	○	---	+++	/
航天发射	+	+	++	++	++	++	○	+++	+++	/
卫星制造	++	+	+	++	++	+++	○	++	++	/
卫星通信	++	++	+++	+	++	+	++	+++	+	/
卫星导航	+++	++	+	+	++	+++	++	+++	++	/
卫星遥感	++	+++	++	+	++	+++	+	+++	+++	/
民船	+++	++/--(周期)	+	-	++	+++	-	+++	+++	/
信创	+++	+	/	/	-	○	+++	+++	○	/
<b>新城新质赛道</b>										
无人装备	+++	+	+	+++	+	++	--	++	+++	+++
卫星互联网	++	+	++	○	+++	++	++	+++	+	/
电子对抗	++	++	++	○	+++	+	++	+	++	+
数据链路	++	++	+++	+	++	+	+++	+	+++	/
军事仿真	++	++	+	○	+	++	++	+	+++	+
云技术	+	+	+	○	+	++	++	+	+++	○

资料来源：中航证券研究所整理（注：“+”代表程度深，○代表一般，“-”代表程度低）

## 五、建议关注的细分领域及个股

“十四五”当前已经跨进后半程，我们判断，军工板块走势将在 2024 年后重新进入上行通道。但军工行业各细分赛道的发展逻辑差异愈发明显，200 余家公司基本面或将持续分化，在此之下，军工板块整体虽然有望再次迎来上涨，但受到各细分赛道的发展逻辑及节奏差异的影响，各细分板块的走势分化仍将持续。

关于投资方向和行情判断：

- ① 军工行业依然处于景气大周期，当前是大周期中的小周期；
- ② 2024 年军工行业需求回暖、业绩复苏，随之而来，“十四五”军工行业的走势将呈现前高中低后高的“V 字型”；
- ③ 关注无人装备、卫星互联网、电子对抗等新质新域的投资机会；
- ④ 关注民机、低空经济、军贸、信息安全、商业航天等军民结合领域的“大军工”投资机会；
- ⑤ 关注军工行业并购潮下和市值管理要求下的投资机会。

具体建议关注的上市公司如下。

### 军机等航空装备产业链：

战斗机、运输机、直升机、无人机、发动机产业链相关标的，航发动力（发动机）、应流股份（叶片）、航天电子、航天彩虹（无人机）、中复神鹰等。

### 航天装备（弹、星、链等）产业链：

航天电器（连接器）、天奥电子（时频器件）、北方导航（导航控制和弹药信息化）、成都华微（模拟芯片）、航天智装（星载 IC）、国博电子（星载 TR）、中国卫通（高轨卫星互联网）、海格通信（通信终端）、航天环宇（地面基础设施）、振芯科技、海格通信（北斗芯片及应用）、中科星图（卫星遥感应用）。

### 船舶产业链：

中国船舶、中国重工。

### 信息化+国产替代：

成都华微、振华风光（特种芯片）；国博电子（TR 组件）；智明达（嵌入式计算机）；上海瀚讯（通信）。

### 军工材料：

光威复材、中复神鹰（碳纤维复合材料）；航材股份、钢研高纳、图南股份（高温合金）；西部超导、宝钛股份（钛合金）；铂力特（增材制造）；华秦科技（隐身材料）。

## 六、风险提示

- ① 央国企改革进度不及预期，院所改制、混改、资产证券化等是系统性工作，很难一蹴而就；
- ② 部分军品低成本发展趋势下，可能会带来相关企业毛利率的波动；
- ③ 军品研发投入大、周期长、风险高，型号进展可能不及预期；
- ④ 随着军改深入以及订单放量，以量换价后导致相关企业业绩波动；
- ⑤ 行业高度景气，但如若短时间内涨幅过大，可能在某段时间会出现业绩和估值不匹配；
- ⑥ 信创与新质、新域装备等中长期投资逻辑赛道，可能存在无法在较短时间内反应在营收层面的情况，同时高研发费用可能会导致利润无法短期释放，存在短期估值较高的风险；
- ⑦ 军贸受国际安全局势等因素影响较大，当前国际安全局势等因素较为稳定，如果国际政治格局发生不利变化，将可能对公司的经营业绩产生不利影响；
- ⑧ 原材料价格波动，导致成本升高；
- ⑨ 宏观经济波动可能对民品业务造成冲击；
- ⑩ 行业重大政策调整可能会对军工板块走势产生中短期影响。

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637